

# 緩やかな利下げに転じる インドネシア

アジア調査部主任研究員

菊池しのぶ

03-3591-1427

shinobu.kikuchi@mizuho-ri.co.jp

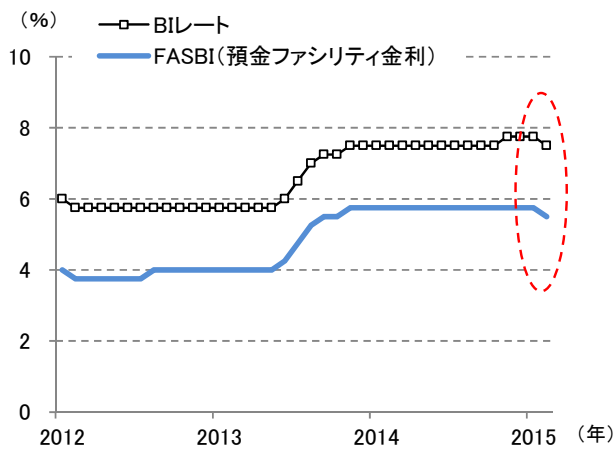
- インドネシア銀行（BI）が利下げに踏み切った背景には、第1に、これまでの金融政策の運営に際してBIが強く警戒してきた資金流出とルピア急落のリスクが後退したとのBIの認識がある
- 第2に、2015年1月の消費者物価指数により、2014年後半に物価を押し上げた一時的要因が剥落し、インフレの安定が継続していることが確認されたことがある
- 2015年のインフレ率は通年で5%程度に低下するとみられ、2015年以内に約1%PTの追加利下げ余地が生じると試算できる。ただし利下げは緩やかに行われるため、成長率の押し上げ効果は限定的

## 1. はじめに

2015年2月18日、中央銀行のインドネシア銀行（BI）は、主要政策金利であるBIレートと、預金ファシリティ金利（FASBI）<sup>1</sup>をそれぞれ0.25%PT引き下げた（図表1）。BIは、2014年11月にBIレートを0.25%PT引き上げたばかりであり、そのわずか3カ月後に利下げに転じた今回の動きは多くのBIウォッチャーにとって予想外であった。利下げ後から2月末までの約2週間で、ルピアの対米ドルレートは約0.9%下落し、株価（インドネシア取引所指数）は約2.2%上昇した。

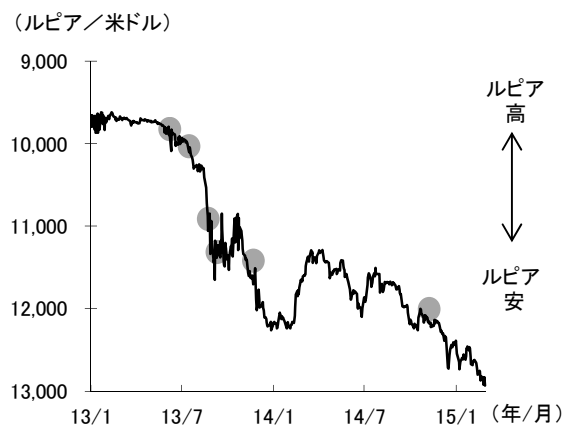
本稿では、BIが利下げに踏み切った背景を整理した上で、今後の金融政策の見通しと経済への影響を論じる。

図表1 主要政策金利



(資料)インドネシア銀行、CEIC

図表2 ルピアの対米ドルレート



(注)●は利上げ時期を示す。

(資料)Bloomberg、インドネシア銀行、CEIC

## 2. 利下げに転じた背景

### (1) これまでの緊縮スタンス

まず、BIが今回の利下げ前に金融政策をどのように運営してきたのかをみていく。

BIは、金融政策の目的を「ルピア通貨価値の安定の達成・維持 (to achieve and maintain the stability of rupiah)」としている。BIは、財・サービス価格の安定がルピア通貨価値の安定を測る尺度であるとして、2005年にインフレ・ターゲットの枠組みを採用して、インフレ率を一定の範囲内に収めるように金融政策を運営している。また、物価及び金融システムの安定を維持する上でルピアの為替レート of 安定も重要であるとの認識の下、変動相場制を維持しつつも、為替相場の過度な変動を抑えるように為替政策を運営している。

このようにBIはインフレ率の安定と為替レートの安定の2つを目標としているが、2013年以降は特に為替レートの安定に腐心してきた。2013年5月のQE3縮小観測の台頭を契機に経済ファンダメンタルズの脆弱な新興国からの資金流出リスクが高まり、高水準の経常収支赤字を抱えるインドネシアのルピアも脆弱な通貨の1つとして急激に下落したためである<sup>2</sup>。BIが利上げに転じた2013年6月の金融政策決定会合の声明では、2013年5月にルピアの下落圧力が高まったことに言及しつつ、「BIは経済ファンダメンタルズの安定を図りつつ、外国為替市場の適度な流動性を維持することでルピアの為替レートの安定化を継続する」と述べられている。それ以降、BIは6回にわたり、計2%PTの利上げを実施してきた。そのうち5回は、2013年にルピアの対米ドルレートが急落している局面で実施されている(図表2)。

2014年には、年初から米国のQE3縮小が開始され、9月には米国の早期利上げ観測が台頭するなど同国の金融政策変更を巡る不安がくすぶる中、資金流出及びルピア下落のリスクに対する警戒感は解け

図表3 BIの金融政策決定会合の声明(一部抜粋)

	1月15日	2月17日
インフレ	<ul style="list-style-type: none"> <li>2014年のインフレ率は、燃料価格の引き上げと年末にかけての食品価格の上昇を主因として、目標範囲(+3.5~5.5%)を上回る水準にある。</li> <li>コアインフレの安定と原油価格下落の影響により、<b>2015年のインフレは目標範囲(+3~5%)内に収まると確信(assured)する。</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>今回の利下げは、<b>インフレ率が2015年、2016年を通じて、ターゲット(+3~5%)の中央値以下に収まるとの確信(conviction)を持って行われたもの。</b></li> <li>コアインフレ率の安定、原油価格の下落、食品供給の改善により、2015年のインフレ率は、<b>2015年の目標範囲(+3~5%)に収まると確信(confident)している。</b></li> <li>1月のCPIは燃料価格の下落と激しい食品価格の上昇圧力の緩和、コア指数の安定により前月比マイナスに。</li> </ul>
国際資金	<ul style="list-style-type: none"> <li>2014年後半、FRBの量的緩和縮小で米ドルが上昇し、インドネシアを含む新興国からの<b>資金流出リスク</b>が高まる。</li> <li>2015年についても、米国の利上げや資源価格の下落に伴う金融市場不安定化のリスクは残る。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場が不安定化する潜在リスクは残っているにもかかわらず、欧州中央銀行のEAPP(量的緩和政策)により、インドネシアを含む新興国への<b>資金流入</b>に拍車がかかると見込まれる。</li> </ul>
為替レート	<ul style="list-style-type: none"> <li>2014年10~12月期のルピアの対米ドルレート下落は、世界的なドル高基調によるもの。</li> <li>輸出競争力は保たれているものの、対円・ユーロに対してルピアは上昇。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>世界的なドル高基調の中でルピアの対米ドルレートの下落圧力は続いている。</li> <li><b>最近のルピアの下落は、輸入を抑制し、輸出の競争力を高めるため、経常収支改善の観点からは都合がよい(beneficial)。</b></li> </ul>

(注)和訳はみずほ総合研究所による仮訳。正確性を期す場合には、原典を参照されたい。

(資料)インドネシア銀行のプレスリリースを基にみずほ総合研究所作成

ず、BIは緊縮スタンスを維持してきた<sup>3</sup>。2015年1月の金融政策決定会合の声明においても、「米国の利上げや資源価格下落に伴い金融市場が不安定化するリスクが残っていること」が指摘され、政策金利の据え置きが決定された。

## （２）2015年2月の金融政策決定会合における変化

こうした中、2月にBIが利下げに転じたのはなぜか。1月の金融政策決定会合の声明と、2月のそれを詳細に比較しながら（図表3）、考えてみたい。

まず、インフレについてみると、インフレ率が目標範囲内（+3～5%）に収まるとの確信が強まったとみられる。1月の声明では、「今後のインフレは、コアインフレの安定や原油価格の下落の影響で目標範囲内に収まると確信している（assured）」と示された。これに対し2月の声明では、冒頭で、「2015～16年のインフレ率が目標の範囲の中でも中央値である+4%以下に収まると確信（conviction）を持って利下げを実施した」と述べた上で、再び、「2015年のインフレ率は、目標範囲内に収まると確信（confident）している」との見解が示されており、目標達成への確信がより強調されている。2月の声明では、コアの安定が続いていることに加え、インフレ率を押し上げてきたノンコアが低下に転じ、1月のCPIが前月比マイナスになったことが指摘されており、これを基に、BIはインフレ率が目標範囲内に収まるとの確信を強めたのではないかと考えられる。

次に資金流出リスクに対する警戒が薄れていることが読み取れる。1月の声明では、「2014年後半に米国の量的緩和縮小によって資金流出リスクが高まった」との認識を示すとともに、「2015年も米国の利上げや資源価格下落に伴う金融市場不安定化のリスクが残る」として、資金流出への警戒をにじませていた。これに対し2月の声明では、「市場が不安定化する潜在的リスクが残っているにもかかわらず、欧州の金融緩和によって資金流入に拍車がかかる」との記述が加わっており、当面は資金流出が懸念される状況にはないとの認識に変化したようにとれる。

このように資金流出リスクが後退する中、1月の声明では、「2014年10～12月期のルピアの対米ドルレート下落は、世界的な米ドル高基調によるもの」、「対円、ユーロではルピアは上昇している」との指摘がみられるように、BIはルピアが脆弱な通貨として売られる状況にはなく、足元のルピアの対米ドルレート下落は世界的な米ドル高基調に沿った動きであると認識している。さらに2月の声明では、「世界的な米ドル高基調の中でルピアの対米ドルレート下落圧力が続いている」点が改めて強調された上で、「ルピアの下落は（中略）経常収支改善という観点からはむしろ都合がよい（beneficial）」との記述がみられ、ルピアの下落を肯定的に評価するニュアンスが強まっている。

以上を整理すると、今回の利下げは、第1に金融政策の運営に際してBIが強く警戒してきた資金流出とルピア急落のリスクが後退したとみられること、第2に2014年後半に物価を押し上げた一時的要因が剥落し、インフレの安定が継続していることも確認されたことから、BIがファンダメンタルズを再び悪化させない程度の金融緩和であれば、実施しても問題はないとの判断に至ったものと考えられる。

### 3. 今後の見通し

#### (1) インフレ率の見通し

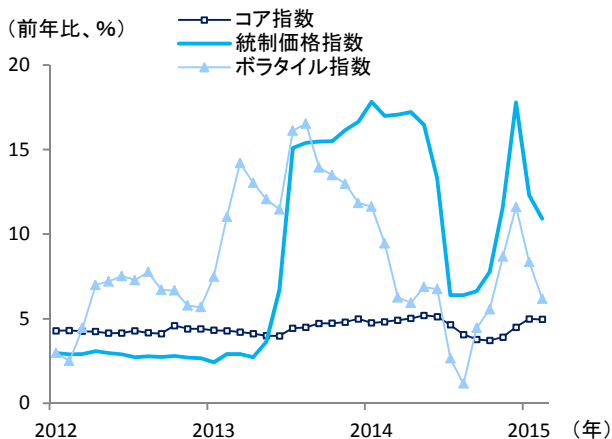
前述のとおり、BIがルピア急落のリスクに対する警戒を緩めたことから、今後の金融政策は、インフレの安定に軸足を置いた運営が継続されるとみられる。今後の金融政策を展望するためにインフレ率の推移を予測し、追加利下げの余地について検討したい。

インドネシアの消費者物価指数は、①政府により価格が管理されている統制価格指数（ガソリンなどの燃料、交通機関の運賃、電気料金など）、②天候要因などを受けて変動が激しいボラタイル指数（食品など）、③経済ファンダメンタルズを反映して推移するコア指数の3指数に分類されている（図表4）。

まず、統制価格指数については、従来からガソリン価格との連動性が高い（図表5）。そして、ガソリン価格については、従来は燃料補助金が供与されることで価格は管理され、原油の国際市況の変動から遮断されていたが、最近では補助金の撤廃によって国際市況と連動するようになってきている。そこで、みずほ総合研究所の原油価格の見通し<sup>4</sup>を基にガソリン価格の動きを予想し<sup>5</sup>、このガソリン価格の予想に基づいて統制価格指数を予測した<sup>6</sup>。これによると統制価格指数は、2015年前半は原油価格下落の影響を受けて低く抑えられるものの、年央以降は、原油価格の緩やかな上昇を受けて徐々に前年比の伸びが高まると予想される。2015年11月以降は、前年に政府が燃料補助金を削減したため、ガソリン価格が大幅に上昇したことの反動で同指数の伸びが大幅に低下すると考えられる。

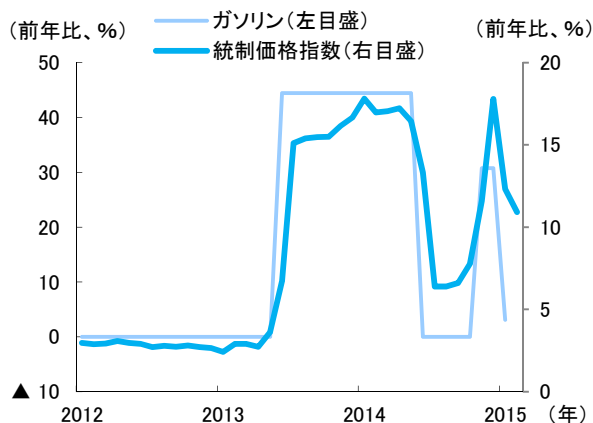
次に、ボラタイル指数は、食品とほぼ同じ動きをしており、とりわけ唐辛子などの香辛料と近い動きをしている（図表6）。まず香辛料については、2014年末にかけて、天候不順やシナブン火山の噴火などにより供給不足の影響で上昇していたものの<sup>7</sup>、徐々に供給不足が解消されて、2月には前年比マイナスに転じており、今後も特殊要因が薄れて緩やかな下落基調を辿ると想定する。また、これ以外の要素として、ラマダン（断食が行われる期間）・レバラン（断食明け大祭）の時期が前年

図表4 消費者物価指数（各項目）



(注) 2007年基準と2012年基準を接合。  
(資料) インドネシア中央統計局、CEIC

図表5 ガソリン価格と統制価格指数



(資料) インドネシア中央統計局、プルタミナ、CEIC

と異なることによる一時的な価格の上昇と<sup>8</sup>、国際市況の変動や原油安の波及効果から緩やかに下落するとみられることを踏まえて<sup>9</sup>、ボラタイル指数を予測した。これによると、ボラタイル指数は、2015年5月頃までは低い伸びにとどまるものの、ラマダン・レバランの影響が強く出る6~7月は一時的に伸びが高まり、その後こうした一時的な影響の剥落と、国際市況の変動や原油安の波及効果などから、年後半にかけて緩やかに伸びが低下すると考えられる<sup>10</sup>。

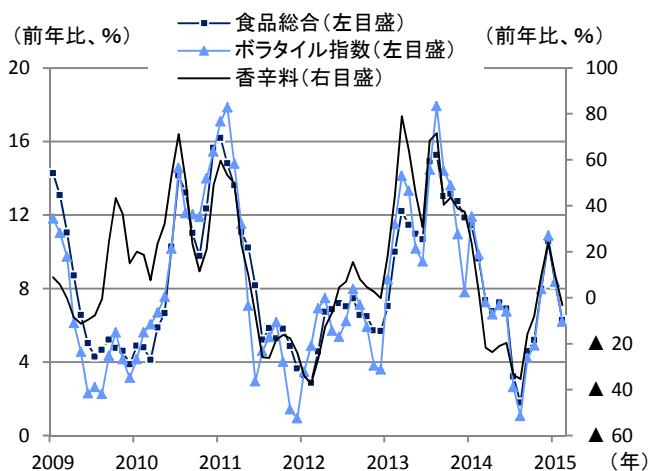
コア指数は、以下の理由から、比較的安定した推移を続けながら2015年後半にかけて緩やかに下落していくと考えられる。まず、2014年に減速傾向をたどってきた民間投資の大幅な回復は見込みにくい。民間投資減速の背景には、ジョコ政権が少数与党にとどまることや、大統領の支持率低下を受けた政治・政策の不透明感が投資マインドを慎重化させていることがあるからだ。また、輸出についても、高い伸びは期待できない。未加工鉱石輸出規制の影響<sup>11</sup>が一巡して伸びはプラスに転じるものの、これまでの投資不足を背景とした供給力不足の問題は解消されず、また世界経済の回復テンポは緩やかとみられるからだ。こうした要因がコア指数の伸びを抑えることに加えて、年後半には、原油価格下落により最終消費財の販売価格の値下げが進むなどの2次的影響から、年後半にかけて下落圧力が高まるだろう。

以上、3つの指数の予測を総合して、今後のインフレ率の推移を簡易的に試算すると、2015年前半はインフレ目標(+3~5%)の上限程度で推移し、その後は一時的にインフレ目標の上限を超えたあと、年末にかけて大幅に低下すると考えられる(図表7)。通年で均すと、2015年のインフレ率は+5%程度となる<sup>12</sup>。

## (2) 金融政策の見通しと経済への影響

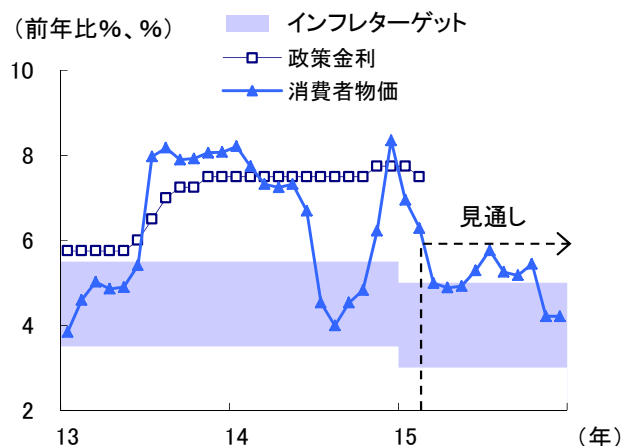
ペリーBI副総裁は、2015年2月17日の金融政策決定会合後に開催された電話カンファレンスの質疑応答の中で、BIレートの実質金利は1.5%程度が望ましい水準だと答えている<sup>13</sup>。前述の想定どおり2015年通年のインフレ率が+5%程度になった場合、現在のBIレート(7.5%)に対する実質金利

図表6 ボラタイル指数及び関連指数



(資料)インドネシア中央統計局、CEIC

図表7 消費者物価指数、政策金利等



(注)2015年3月以降の消費者物価は見通し。

(資料)インドネシア銀行、インドネシア中央統計局、CEIC

は約 2.5%PT となるため、2015 年内に約 1.0%PT の追加利下げ余地が生じると試算される。インフレは前述したとおり、年央に一時上昇しその後後半に低下するため、BI は段階的かつ緩やかに利下げを行うと考えられることから、成長率の押し上げ効果は限定的だろう。

ただし、米国の利上げ、ギリシャ債務危機の拡大、ウクライナ情勢など地政学リスクの高まりなどにより投資家のリスク回避姿勢が高まり、新興国通貨売りの局面が再び訪れれば、大規模な経常収支赤字を抱えるインドネシアからの資金流出リスクが高まろう。こうなれば、BI は金融政策運営の軸足を再び為替レートの安定に移さざるを得ず、この結果、再度緊縮的なスタンスを強めざるを得なくなるだろう。

---

<sup>1</sup> FASBI とは、市中銀行が BI に預ける預金の金利。市場金利のインターバンク金利は、FASBI レートを下限、レポレート（BI の貸出金利）を上限とするコリドー内に誘導される。なお、BI レートもインターバンク金利を誘導する主要政策金利であり、このコリドー内に設定されている。

<sup>2</sup> ルビアの対米ドルレートは、2013 年に約 22%下落した。

<sup>3</sup> 2014 年に入ると政策金利は据え置かれてきたが、11 月 17 日、政府が燃料補助金削減を実施し、燃料価格を引き上げたことに対応し、翌 18 日、BI は緊急政策決定会合を開催し、インフレ期待を抑制しインフレ圧力を抑えるとともに、経常収支赤字を持続可能なレベルに抑えるために、19 日に 25%PT の追加利上げを実施することを決定した。

<sup>4</sup> みずほ総合研究所（2015）「世界経済の回復は勢いを欠くも、日米の成長ペース拡大」（『2014・15・16 年度 内外経済見通し』2015 年 2 月 17 日）参照。

<sup>5</sup> 原油価格の予測に合わせて、ガソリン価格は 2015 年 1～3 月期を底に緩やかに上昇すると想定した。

<sup>6</sup> 統制価格指数とガソリン価格の単回帰式を推計した。これに、注 5 のガソリン価格の予測値をあてはめて、統制価格指数を予測した。

<sup>7</sup> 2014 年 11 月 18 日付の Jakarta Post “Weather, lack of supply blamed for sharp increase in chili price” 参照。

<sup>8</sup> 2015 年は、6 月 18 日にラマダンが始まる予定であり、7 月 17 日～7 月 18 日がレバランである。レバランの前後 1～3 日ほどは祝日となる。なお、ラマダン開始時期は、直前になって数日日程がずれる可能性もある。2014 年は、6 月 28 日にラマダン開始、レバランは 7 月 28 日～7 月 29 日であった。

<sup>9</sup> 国際連合食糧農業機関（FAO）の食品価格指数（穀物、肉、牛乳、油などを総合したもの）は 2015 年 1 月も前年比マイナスで推移している。2015 年 2 月 5 日付の UN News Centre “Food prices continue to fall, spurred by cheap oil and abundant supply - UN” は、ユーロ安や原油価格下落の影響で食品価格の下落が続いたと報じている。

<sup>10</sup> なお、足元で国内の米小売価格が上昇しているが、この背景には、①地球温暖化の影響でインドネシアの米の収穫期が遅れている影響（収穫期の開始時期は通常なら 2 月であったが、2015 年は 3 月半ばとなりそうであること）、②政府が貧困者向けに実施してきた米供給政策の変更・混乱に伴う影響、③上記の①、②を背景とする供給不足懸念から、ライス・マフィアと呼ばれる悪徳業者が価格をつり上げていることなどがあるとみられる。ただし、収穫期が 3 月半ばごろから始まる見通しであることや、政府による悪徳業者の取り締まり強化などの動きを基に、足元の米価格の上昇は一時的なものと想定している（2015 年 3 月 1 日付 Antara News “Climate factor causes rice price hikes: Observer”、2015 年 2 月 26 日付 Jakarta Post “President Jokowi out to curb rice prices in markets” 参照）。

<sup>11</sup> インドネシア政府は、2014 年 1 月以降、純度の低い未加工の鉱石輸出を規制。規制の目的は、インドネシア国内での精製・精錬を進め、付加価値の高い製品を輸出すること。この結果、2014 年 1 月以降、金属鉱石の輸出の伸びがマイナスとなった。

<sup>12</sup> 試算は簡易的に行っており、試算結果については幅を持ってみる必要がある。

<sup>13</sup> ペリー副総裁は、電話カンファレンス（<http://www.bi.go.id/en/iru/conference-call/Pages/Investor-Conference-Call-Feedback-2015.aspx>）、ウェブサイトアクセス日：2015 年 3 月 3 日）において、これまでは実質金利 2%が望ましい水準と考えてきたが、現在は 1.5%程度が望ましいと考える。望ましい水準については状況や時期によって変化するという主旨の発言をしている。